

## Hamburgische Immobilien Invest **Kaufen** (unverändert)

### Zusammenfassung

- *Geschäftsjahr umgestellt:* Der Immobilienspezialist aus Hamburg hat für die erstens sechs Monate dieses Jahres ein Rumpfgeschäftsjahr ausgewiesen und damit seine Rechnungslegung dem Rhythmus des neuen Mehrheitseigners Estavis angepasst.
- *Hohes Umsatzwachstum:* In diesen sechs Monaten konnte vor allem der Umsatz massiv erhöht werden. Hier profitierte die Gesellschaft von dem im Mai vermeldeten Paketverkauf, bei dem rund drei Viertel der seit dem Börsengang erworbenen Immobilien weitergereicht wurden.
- *Tochter CWI mit starken Zuwächsen:* Einen deutlich erhöhten Gewinnbeitrag hat die 55-prozentige Tochter CWI geleistet. Im Rumpfgeschäftsjahr konnte sie den Wert des gesamten Vorjahres übertreffen und damit eine erhebliche Margensteigerung erzielen. Auch für das laufende Jahr rechnet das Management mit einer rasant steigenden Zahl der Wohnungsverkäufe.
- *Gravierende Unterbewertung:* Nach dem jüngsten Kursrückgang liegt das von uns geschätzte Kurspotenzial bei über 150 Prozent.

### Aktueller Kurs

**9,30 Euro**

|                       |                        |
|-----------------------|------------------------|
| ISIN, Börsenkürzel    | DE000A0JTTG7, HI1      |
| Branche               | Immobilien             |
| Sitz der Gesellschaft | Hamburg                |
| Internet              | www.hamburgische-ag.de |
| Ausstehende Aktien    | 2,75 Mio. Stück        |
| Datum der Erstnotiz   | Mai 2006               |
| Marktsegment          | Entry Standard         |
| Marktkapitalisierung  | 25,6 Mio. Euro         |
| Free Float            | ca. 20%                |



Quelle: Market Maker

|                         |                        |
|-------------------------|------------------------|
| Hoch / Tief (12 Monate) | 15,50 Euro / 9,10 Euro |
| Performance (12 Monate) | -28,5 %                |
| Ø-Umsatz (30 Tage)      | ca. 20 Tsd. Euro / Tag |

| Geschäftsjahr (bis 30.06.) | GJ 2005*     | GJ 2006     | Rumpf-GJ 2007*** | GJ 07/08(e) |
|----------------------------|--------------|-------------|------------------|-------------|
| <b>Umsatz (Mio. Euro)</b>  | <b>2,5</b>   | <b>7,5</b>  | <b>19,8</b>      | <b>48,0</b> |
| Umsatzwachstum             |              | 199,2%      | 164,7%           | 142,4%      |
| <b>EpS (Euro)**</b>        | <b>0,22</b>  | <b>0,45</b> | <b>0,43</b>      | <b>1,31</b> |
| Gewinnwachstum             |              | 105,0%      | -                | 207,4%      |
| Dividende je Aktie         | -            | -           | -                | -           |
| <b>KGV</b>                 | <b>42,0</b>  | <b>20,5</b> | <b>21,8</b>      | <b>7,1</b>  |
| <b>KUV</b>                 | <b>10,23</b> | <b>3,42</b> | <b>1,29</b>      | <b>0,53</b> |
| Dividendenrendite          | -            | -           | -                | -           |

\* 2005 auf Pro-forma-Basis; \*\*Basis 2,75 Mio. Aktien; \*\*\* Rumpfgeschäftsjahr über 6 Monate

## Jüngste Geschäftsentwicklung

### Rechnungslegung umgestellt

Nach dem 80-prozentigen Einsteig von Estavis wurde auf der letzten Hauptversammlung beschlossen, die Rechnungslegung der Hamburgischen Immobilien Invest AG dem Zyklus des neuen Mehrheitseigners anzupassen und beginnend mit dem 1. Juli ein gebrochenes Geschäftsjahr einzuführen. Deswegen wurde das erste Halbjahr 2007 als Rumpfgeschäftsjahr abgeschlossen. Ein gleichlautender Beschluss wurde auch bei der 55-prozentigen Tochter CWI gefasst.

### Umsatz mehr als verdoppelt

In dem Abschluss konnte die Hamburger Gruppe einen Umsatz von 19,8 Mio. Euro ausweisen – rund 164 Prozent mehr als im gesamten Geschäftsjahr 2006. Unter Hinzurechnung der Wertzuschreibungen für Bestandsimmobilien und der Mieteinnahmen aus den zum Verkauf bestimmten Immobilien lag die Gesamtleistung bei 22,2 Mio. Euro, nach 9,6 Mio. Euro im letzten Jahr. Ausschlaggebend für diesen rasanten Anstieg war der im Mai erfolgte Verkauf eines großen Immobilienportfolios im Wert von fast 15 Mio. Euro, mit dem sich die Hamburger von einem großen Teil der seit dem Börsengang erworbenen Immobilien getrennt haben. Demgegenüber verliefen sowohl das Makler- als auch das Wohnungsprivatisierungsgeschäft erwartungsgemäß ruhig. Nach Auskunft des Managements ist das erste Kalenderquartal in der Immobilienwirtschaft traditionell das umsatzschwächste. Dementsprechend haben sich die Aktivitäten in diesen Bereichen ab Mai spürbar belebt. Die folgende Übersicht zeigt die Aufteilung der Umsatz- und EBIT-Beiträge der einzelnen Geschäftsfelder.

| (Mio. Euro)      | Umsatz  |          | EBIT    |          |
|------------------|---------|----------|---------|----------|
|                  | GJ 2006 | GJ 2007* | GJ 2006 | GJ 2007* |
| Handelsgeschäft  | 5,60    | 18,89    | -0,13   | 1,07     |
| Bestandsgeschäft | 0,31    | 0,53     | 1,19    | 1,36     |
| Maklergeschäft   | 1,56    | 0,40     | 1,16    | 0,36     |
| Konzern          | 7,50    | 19,82    | 2,36    | 2,84     |

Umsatz- und Ergebnisherkunft; Quelle: Hamburgische AG; \* Rumpfgeschäftsjahr

### Ergebnis durch Sondereffekte belastet

Bedingt durch die veränderte Umsatzzusammensetzung konnte aber der Gewinn die Wachstumsdynamik der Erlöse nicht nachvollziehen. Während letztes Jahr ein wesentlich höherer Anteil der Einnahmen in dem äußerst ertragsstarken Maklergeschäft erwirtschaftet wurde, entfiel ein Großteil der Umsätze im Rumpfgeschäftsjahr auf das im Vergleich mit der Maklertätigkeit deutlich marginenschwächere Handelsgeschäft. Da zudem im Bestandsgeschäft operativ (das heißt, ohne die in der Tabelle miterfassten Erträge aus Zuschreibungen) ein geringer Fehlbetrag angefallen ist, erhöhte sich das Konzern-EBIT „lediglich“ um 20 Prozent (gegenüber dem Gesamtjahr 2006). Belastend hat sich allerdings auch ausgewirkt, dass in diesen sechs Monaten die Kosten für insgesamt vier Hauptversammlungen und für die Umstellung des Geschäftsjahres verbucht wurden. Da schließlich der Anteil der Minderheitsgesellschafter deutlich überdurchschnitt-

lich gestiegen ist, lag das Sechsmonatsergebnis mit 1,2 Mio. Euro geringfügig unter dem Wert der vorangegangenen zwölf Monate.

### *CWI mit deutlichem Gewinnanstieg*

Der steigende Anteil fremder Gesellschafter am Konzernergebnis resultiert aus einem deutlich erhöhten Gewinn der 55-prozentigen Beteiligung CWI, die in ihrem Rumpfgeschäftsjahr bei einer Gesamtleistung von 5,8 Mio. Euro einen Nettoüberschuss von einer Mio. Euro ausweisen konnte. Damit überstieg der Gewinn den Wert des gesamten Jahres 2006 um 37 Prozent, während die Gesamtleistung lediglich 64 Prozent des Vergleichswertes erreichte. Zurückzuführen ist diese deutlich erhöhte Profitabilität auf eine überproportional gesunkene Materialaufwandsquote und eine geringere Steuerbelastung.

### *Paketverkauf im September*

Insgesamt hat CWI dafür im Berichtszeitraum 148 Wohnungen veräußert, denen nach Unternehmensangaben bis Jahresende weitere 300 Einheiten folgen sollen. Für das gesamte aktuelle Geschäftsjahr 2007/08 rechnet das Management sogar mit dem Verkauf von rund 450 Wohnungen, während auf der Einkaufsseite die Marke von 1.000 Objekten als Ziel ausgegeben wurde. Beim Vertrieb konnte mittlerweile bereits ein wichtiger Meilenstein erreicht werden: Wie Ende September gemeldet, hat CWI ein Portfolio aus 97 Wohnungen in Ostdeutschland und Berlin an eine Fonds-Gesellschaft weiterreichen können. Der Verkaufspreis wurde mit 4,7 Mio. Euro angegeben.

## **Ausblick**

### *Breite Aufstellung und Vernetzung als Erfolgsgaranten*

Mit den Zahlen zum Rumpfgeschäftsjahr hat die Hamburgische AG die Stärke ihrer breiten Aufstellung unterstrichen. Durch die Kombination mehrerer Geschäftsfelder mit jeweils unterschiedlichen Einkaufs- und Vermarktungskanälen lassen sich Schwankungen wie zuletzt bei der Wohnungsprivatisierung durch Erlöse in anderen Segmenten kompensieren und die eigenen Einnahmen dadurch verstetigen. Auch profitiert die Gruppe zunehmend von der Einbindung in das Netzwerk des Großaktionärs Estavis. Insbesondere die Maklertochter HIB wird von dem wichtigsten Anteilseigner derzeit bevorzugt engagiert, um eigene Objekte im Markt zu platzieren.

### *Umstellung des Prognosemodells*

Insofern entspricht die bisherige Entwicklung grundsätzlich unseren Erwartungen. Allerdings macht die Umstellung der Rechnungslegung auf ein gebrochenes Geschäftsjahr die Anpassung unserer Schätzreihen erforderlich. Daneben sehen wir aber auch Korrekturbedarf im Hinblick auf das kurzfristige Wachstum der Hamburgischen AG. Während hier die Verkäufe dank der Portfolioveräußerung durchaus im Rahmen unserer Erwartungen gelegen haben, ist der Einkauf unter unseren Schätzungen geblieben. Vor diesem Hintergrund liegt der Schwerpunkt der aktuellen Aktivitäten auf der Identifizierung und der Akquise neuer Investi-

tionsobjekte, nennenswerte Veräußerungserlöse dürften daher erst in ein paar Monaten anfallen. Da auch der Aufbau des Bestandsportfolios noch Zeit benötigt, dürfte sich die Wachstumsdynamik kurzfristig abschwächen.

**Hohe Dynamik bei  
CWI und HIB**

Demgegenüber stehen die Zeichen bei den Töchtern CWI und HIB auch kurzfristig auf Expansion. Insbesondere CWI plant nach eigenen Angaben, im laufenden Geschäftsjahr mit 450 Wohnungsverkäufen, was gegenüber dem Rumpfgeschäftsjahr eine Verdreifachung bedeuten würde. Dabei sind bereits in den ersten Monaten nicht nur das große Portfolio (siehe oben), sondern auch zahlreiche Einzelobjekte veräußert worden. Die im Vergleich mit der Konzernmutter zur Zeit unterschiedlichen Potenziale, schon kurzfristig Veräußerungserlöse zu realisieren, werden nicht zuletzt an den Bilanzansätzen zum Stichtag 30. Juni sichtbar. Während die Hamburgische AG zu diesem Zeitpunkt verkaufsbereite Immobilien (Vorräte) im Wert von knapp 3 Mio. Euro ausgewiesen hat, lag dieser Ansatz bei der CWI bei über 12 Mio. Euro. Die Maklertochter HIB dürfte hingegen von dem zusätzlichen Auftragsfluss seitens des neuen Mehrheitsaktionärs Estavis profitieren und damit einen noch höheren Gewinnbeitrag leisten.

**Neue Schätzungen**

In Summe rechnen wir im laufenden Geschäftsjahr mit einem Konzernumsatz von 48 Mio. Euro, der sich im nächsten Jahr auf 57,6 Mio. Euro erhöht. Anschließend unterstellen wir Zuwächse von maximal 20 Prozent p.a., mit unverändert hoher Degression im Zeitablauf. Die maximal erzielbare Gewinnmarge setzen wir unverändert bei 8,5 Prozent an, wobei allerdings für die nächsten beiden Jahren eine etwas niedrigere Profitabilität als bisher unterstellt wird. Damit wird der höhere relative Umsatzbeitrag der CWI berücksichtigt, deren Gewinn nur entsprechend der Beteiligungshöhe (55 Prozent) den Aktionären der Hamburgischen AG zusteht. In Summe führen die Modifikationen zu dem folgenden modellhaften Geschäftsverlauf:

| Geschäftsjahr (31.10.)    | 07/08       | 08/09       | 9/10        | 10/11       | 11/12       | 12/13       | 13/14        | 14/15        |
|---------------------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|--------------|--------------|
| <b>Umsatz (Mio. Euro)</b> | <b>48,0</b> | <b>57,6</b> | <b>69,1</b> | <b>79,5</b> | <b>89,0</b> | <b>97,9</b> | <b>105,8</b> | <b>114,2</b> |
| Wachstum                  |             | 20,0%       | 20,0%       | 15,0%       | 12,0%       | 10,0%       | 8,0%         | 8,0%         |
| Nettorendite              | 7,5%        | 8,0%        | 8,5%        | 8,0%        | 7,5%        | 7,0%        | 6,5%         | 6,0%         |
| <b>Gewinn (Mio. Euro)</b> | <b>3,60</b> | <b>4,61</b> | <b>5,88</b> | <b>6,36</b> | <b>6,68</b> | <b>6,86</b> | <b>6,87</b>  | <b>6,85</b>  |
| Gewinnwachstum            |             | 28,0%       | 27,5%       | 8,2%        | 5,0%        | 2,7%        | 0,3%         | -0,3%        |

**Ertragswert je Aktie:  
23,37 Euro**

Auf dieser Basis und unter Zugrundelegung eines Diskontierungszinssatzes von 11,1 Prozent (bestehend aus der Umlaufrendite deutscher Staatsanleihen, einem Betafaktor von 1,3 und dem Equity-Premium von 5,3 Prozent) führen unsere Berechnungen zu einem Unternehmenswert von 64,1 Mio. Euro. Dabei wurde angenommen, dass die „ewige“ Ertragswachstumsrate ab 2015 bei 2 Prozent liegt. Je Aktie entspricht das einem fairen Kurs von 23,31 Euro, so dass unsere aktualisierte Schätzung nun ein Kurspotenzial von über 150 Prozent signalisiert.

*Unverändertes Urteil:  
„Kaufen“*

Zur Anpassung der Rechnungslegung an den Rhythmus des neuen Mehrheits-eigners Estavis hat die Hamburgische AG die ersten sechs Monate 2007 als Rumpfgeschäftsjahr abgeschlossen. Die darin erreichten Zahlen lagen insbesondere beim Umsatz deutlich über den Werten des gesamten letzten Jahres. Beim Gewinn sorgte hingegen eine veränderte Umsatzzusammensetzung für einen nur unterproportionalen Anstieg. Das im Jahr 2006 sehr ertragsstarke Maklergeschäft nahm im Rumpfgeschäftsjahr einen saisontypischen ruhigen Verlauf, während die Rekordumsätze in dem vergleichsweise margenschwächeren Handelsgeschäft erzielt wurden. Für das neue Geschäftsjahr stellt das Management aber wieder signifikante Ergebnisbeiträge auch des Maklergeschäfts in Aussicht. Da auch wir von den Perspektiven des Unternehmens nach wie vor überzeugt sind und den jüngsten Kursverfall infolge der eingetrübten Stimmung gegenüber Immobilienwerten hier für ungerechtfertigt halten, sehen wir auf Basis der von uns getroffenen Annahmen nun ein deutlich erhöhtes Kurspotenzial von über 150 Prozent. Wir bestätigen daher unsere Einschätzung und vergeben weiterhin das Urteil „Kaufen“.

## Über Performaxx

Die Performaxx Research GmbH betreibt unabhängige Wertpapier- und Finanzmarktanalyse. Unsere Leistungen umfassen das gesamte Spektrum unternehmens- und kapitalmarktbezogener Analyseprodukte, von maßgeschneiderten Research-Projekten für institutionelle Kunden bis zur regelmäßigen Coverage börsennotierter Unternehmen.

Wir betreuen ausschließlich professionelle Marktteilnehmer. Durch die projektbezogene Arbeit gehen wir konkret auf die individuelle Themenstellung des Kunden ein und garantieren eine schnelle, flexible und kostenbewusste Abwicklung. Unser Leistungskatalog umfasst:

- Pre-IPO-Research
- IPO-Research
- Follow-up-Research
- Markt-Research

Weiterführende Informationen geben wir Ihnen gerne in einem persönlichen Gespräch. Sie erreichen uns unter:

Performaxx Research GmbH  
Innere Wiener Strasse 5b  
81667 München

Tel.: + 49 (0) 89 / 44 77 16-0  
Fax: + 49 (0) 89 / 44 77 16-20

Internet: <http://www.performaxx.de>  
E-Mail: [kontakt@performaxx.de](mailto:kontakt@performaxx.de)

## Disclaimer

### Haftungsausschluss

Diese Finanzanalyse wurde unter Beachtung der deutschen Kapitalmarktvorschriften erstellt und ist daher ausschließlich für Kapitalmarktteilnehmer in der Bundesrepublik Deutschland bestimmt; ausländische Kapitalmarktregelungen wurden nicht berücksichtigt und finden in keiner Weise Anwendung. Diese Finanzanalyse stellt weder eine Aufforderung noch ein Angebot oder eine Empfehlung zum Erwerb oder Verkauf von Anlageinstrumenten oder zum Tätigen sonstiger Transaktionen dar. Ferner bilden weder diese Veröffentlichung noch die in ihr enthaltenen Informationen die Grundlage für einen Vertrag oder eine Verpflichtung irgendeiner Art. Jedes Investment in Aktien, Anleihen oder Optionen ist mit Risiken behaftet. Lassen Sie sich bei Ihren Anlageentscheidungen von einer qualifizierten Fachperson beraten.

Die Informationen und Daten in der vorliegenden Finanzanalyse stammen aus Quellen, die die Performaxx Research GmbH für zuverlässig hält. Bezüglich der Korrektheit und Vollständigkeit der Informationen und Daten übernimmt die Performaxx Research GmbH jedoch keine Gewähr. Alle Meinungsäußerungen spiegeln die aktuelle Einschätzung der Ersteller wider. Diese Einschätzung kann sich ohne vorherige Ankündigung ändern. **Weder die Ersteller noch die Performaxx Research GmbH haften für Verluste oder Schäden irgendwelcher Art, die im Zusammenhang mit dem Inhalt dieser Finanzanalyse oder deren Befolgung stehen. Mit der Entgegennahme dieses Dokuments erklären Sie sich einverstanden, dass die vorhergehenden Regelungen für Sie bindend sind.**

### Angaben gemäß §34b WpHG i.V.m. FinAnV

Bei den in der vorliegenden Finanzanalyse verwendeten Kursen handelt es sich, sofern nicht anders angegeben, um Schlusskurse des vorletzten Börsentages vor dem Veröffentlichungsdatum. Als wesentliche Informationsquellen für die Finanzanalyse dienten die übergebenen Unterlagen und erteilten Auskünfte des Unternehmens sowie für glaubhaft und zuverlässig erachtete Informationen von Drittanbietern (z. B. Newsagenturen, Research-Häuser, Fachpublikationen), die ggf. im Studientext benannt werden.

**Ersteller der Studie ist Dipl.-Volkswirt Dr. Adam Jakubowski (Finanzanalyst). Das für die Erstellung verantwortliche Unternehmen ist die Performaxx Research GmbH.** Die Performaxx Research GmbH erstellt und veröffentlicht zu dem hier analysierten Unternehmen in den nächsten zwölf Monaten voraussichtlich eine Studie, ein Update und zwei Newsflashes. **Die genauen Zeitpunkte der nächsten Veröffentlichungen stehen noch nicht fest.** In den vorausgegangenen zwölf Monaten hat die Performaxx Research GmbH folgende Studien zu dem hier analysierten Unternehmen veröffentlicht:

| Datum der Veröffentlichung | Kurs bei Veröffentlichung | Anlageurteil |
|----------------------------|---------------------------|--------------|
| 04.07.2007                 | 13,50 Euro                | Kaufen       |
| 23.01.2007                 | 13,90 Euro                | Kaufen       |

Sofern im Studientext nicht anders angegeben, bezieht sich das Anlageurteil in dieser Studie auf einen langfristigen Anlagezeitraum von mindestens zwölf Monaten. Innerhalb dieses Zeitraums bedeutet das Anlageurteil „Kaufen“ eine erwartete Steigerung des Börsenwertes von über 25 Prozent, „Übergewichten“ eine erwartete Wertsteigerung zwischen 10 und 25 Prozent, „Halten“ eine erwartete Wertsteigerung bis zu 10 Prozent, „Untergewichten“ eine erwartete Wertminderung um bis zu 10 Prozent und „Verkaufen“ eine erwartete Wertminderung von über 10 Prozent. „Spekulativ kaufen“ bedeutet eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei überdurchschnittlichem Anlagerisiko, „Spekulatives Investment“ eine mögliche Wertsteigerung von über 25 Prozent bei sehr hohem Anlagerisiko bis zum Totalverlust.

Die Performaxx Research GmbH hat durch eine interne Betriebsrichtlinie zur Erstellung von Finanzanalysen, die für alle an der Studiererstellung mitwirkenden Personen bindend ist, die notwendigen organisatorischen und regulativen Vorkehrungen zur Prävention und Behandlung von Interessenkonflikten getroffen. Folgende Interessenkonflikte können bei der Performaxx Research GmbH im Zusammenhang mit der Erstellung von Finanzanalysen grundsätzlich auftreten:

- 1) Die Finanzanalyse ist im Auftrag des analysierten Unternehmens entgeltlich erstellt worden.
- 2) Die Finanzanalyse wurde dem analysierten Unternehmen vor Veröffentlichung vorgelegt und hinsichtlich berechtigter Einwände geändert.
- 3) Die Performaxx Research GmbH und/oder ein verbundenes Unternehmen halten Long- oder Shortpositionen an dem analysierten Unternehmen.
- 4) Der Ersteller und/oder an der Erstellung mitwirkende Personen/Unternehmen halten Long- oder Shortpositionen an dem analysierten Unternehmen.
- 5) Die Performaxx-Anlegermedien GmbH, ein verbundenes Unternehmen der Performaxx Research GmbH, führt Aktien des hier analysierten Unternehmens in einem (virtuellen) Musterdepot ihres Börsenbriefs „Performaxx-Anlegerbrief“.

**In der vorliegenden Finanzanalyse sind folgende der o.g. möglichen Interessenkonflikte gegeben: 1), 2)**

### Urheberrecht

Dieses Werk ist einschließlich aller seiner Teile urheberrechtlich geschützt. Jede Verwertung außerhalb der engen Grenzen des Urheberrechtsgesetzes ist ohne Zustimmung von Performaxx unzulässig und strafbar. Das gilt insbesondere für Vervielfältigungen, Übersetzungen, Mikroverfilmungen und die Einspeicherung sowie Verarbeitung in elektronischen Systemen.